

盐湖股份（000792.SZ）——三季报点评

三季度业绩环比明显增长，4万吨锂盐项目投料试车

优于大市

核心观点

公司发布三季报：前三季度实现营收 111.11 亿元，同比+6.34%；实现归母净利润 45.03 亿元，同比+43.34%。公司于 25Q3 实现营收 43.30 亿元，同比+34.81%，环比+18.25%；实现归母净利润 19.88 亿元，同比+113.97%，环比+45.02%。公司三季度业绩环比明显增长。

氯化钾：前三季度，氯化钾产量为 326.62 万吨，销量为 286.09 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 96.49/102.49/127.64 万吨，Q3 环比+24.54%，销量分别为 89.11/88.68/108.30 万吨，Q3 环比+22.12%。价格方面，隆众资讯数据显示，西部地区氯化钾（60%粉）25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 2809.7/2843.5/3193.9 元/吨，价格稳中有升。

碳酸锂：前三季度，碳酸锂产量为 3.16 万吨，销量为 3.15 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 8514/11486/11600 吨，Q3 环比+0.99%，销量分别为 8124/12476/10900 吨，Q3 环比-12.63%。价格方面，亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂 25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 7.52/6.51/7.32 万元/吨，锂价于三季度触底反弹。

实控人增持彰显信心：三季度，公司实控人中国五矿启动股份增持计划，通过集合竞价与大宗交易方式累计增持 2.48 亿股（占总股本 4.69%）；增持完成后，中国五矿及其一致行动人合计控制公司 15.87 亿股股份，占总股本比例达 29.99%。

4万吨锂盐项目投料试车：今年9月28日，4万吨/年基础锂盐一体化项目已基本建成，关键装置吸附提锂装置试车产出合格液，纳滤反渗透系统完成膜安装及水联动，沉锂及公辅工程完成核心设备单机试车，正式进入投料试车阶段并产出合格的电池级碳酸锂产品。

风险提示：钾肥和锂盐价格上涨不达预期；碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收分别为 169.93/186.62/201.49（原预测 157.82/169.33/181.90）亿元，同比增速 12.3%/9.8%/8.0%；归母净利润分别为 67.81/74.51/81.04（原预测 53.52/58.00/63.25）亿元，同比增速 45.4%/9.9%/8.8%；摊薄 EPS 为 1.28/1.41/1.53 元，当前股价对应 PE 为 20/18/16X。考虑到公司依托于察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能将有望实现快速扩张，有望保持较强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,579	15,134	16,993	18,662	20,149
(+/-%)	-29.8%	-29.9%	12.3%	9.8%	8.0%
净利润(百万元)	7,914	4,663	6,781	7,451	8,104
(+/-%)	-49.2%	-41.1%	45.4%	9.9%	8.8%
每股收益(元)	1.46	0.86	1.28	1.41	1.53
EBIT Margin	45.5%	34.4%	47.1%	47.5%	48.1%
净资产收益率(ROE)	24.8%	12.7%	16.4%	16.0%	15.5%
市盈率(PE)	17.2	29.1	19.5	17.8	16.3
EV/EBITDA	13.9	23.6	15.4	14.0	13.0
市净率(PB)	4.26	3.72	3.20	2.84	2.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

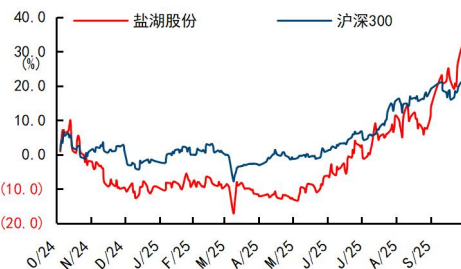
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	23.70 元
总市值/流通市值	125410/125410 百万元
52 周最高价/最低价	24.44/14.84 元
近 3 个月日均成交额	1556.62 百万元

市场走势



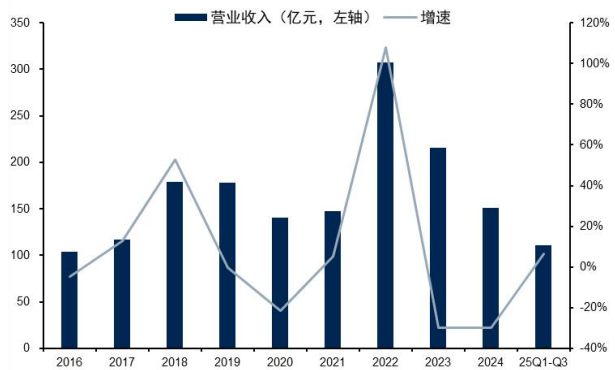
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《盐湖股份（000792.SZ）年报点评：成本优势抵御行业下行风险，4万吨项目稳步推进》——2025-03-31
- 《盐湖股份（000792.SZ）三季报点评：三季度量和价有所影响，盐湖提锂新产能稳步推进》——2024-10-29
- 《盐湖股份（000792.SZ）半年报点评：氯化钾和碳酸锂成本优势显著，有效抵御行业下行风险》——2024-09-01
- 《盐湖股份（000792.SZ）年报点评：稳定钾、扩大锂，扎实推进盐湖资源保障》——2024-04-01

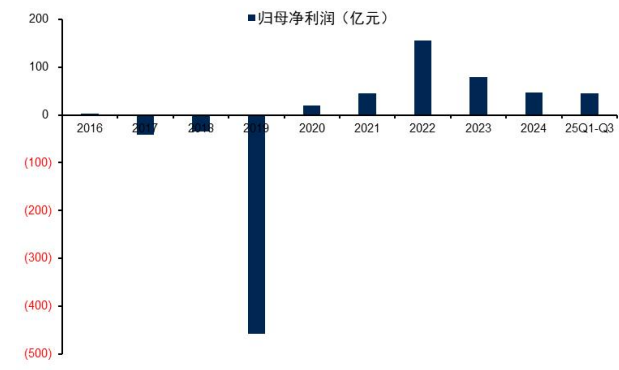
公司发布 2025 年三季报：前三季度实现营收 111.11 亿元，同比+6.34%；实现归母净利润 45.03 亿元，同比+43.34%；实现扣非净利润 44.94 亿元，同比+46.37%；实现经营活动产生的现金流量净额 88.59 亿元，同比+119.69%。公司于 25Q3 实现营收 43.30 亿元，同比+34.81%，环比+18.25%；实现归母净利润 19.88 亿元，同比+113.97%，环比+45.02%；实现扣非净利润 19.85 亿元，同比+117.67%，环比+45.38%。公司三季度业绩环比明显增长。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

氯化钾：今年前三季度，氯化钾产量为 326.62 万吨，销量为 286.09 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 96.49/102.49/127.64 万吨，Q3 环比+24.54%，销量分别为 89.11/88.68/108.30 万吨，Q3 环比+22.12%。公司依托于全产业链协同与精益管理双轮驱动，在成本控制、运营效率、市场应变三大维度凝聚核心竞争力。价格方面，隆众资讯数据显示，西部地区氯化钾（60%粉）25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 2809.7/2843.5/3193.9 元/吨，价格稳中有升。三季度氯化钾量价齐增是推动业绩环比增长的主要驱动因素。

碳酸锂：今年前三季度，碳酸锂产量为 3.16 万吨，销量为 3.15 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 8514/11486/11600 吨，Q3 环比+0.99%，销量分别为 8124/12476/10900 吨，Q3 环比-12.63%。目前国内碳酸锂市场仍处于底部震荡的区间，但公司作为盐湖提锂的龙头企业，成本优势突出。价格方面，亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂 25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 7.52/6.51/7.32 万元/吨，锂价于三季度触底反弹。

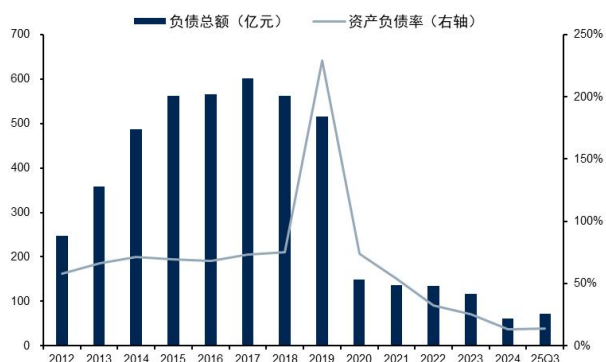
表1：公司核心产品产销量和毛利率数据

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25 年前三季度
氯化钾产量（万吨）	563.37	551.75	502.96	580.00	492.60	496.00	326.62
氯化钾销量（万吨）	454.22	644.90	473.69	494.11	560.00	467.28	286.09
氯化钾收入/亿元	74.17	104.13	108.11	173.01	146.18	117.13	—
氯化钾毛利/亿元	52.73	57.92	74.06	137.43	75.02	62.48	—
毛利率	71.09%	55.62%	68.51%	79.44%	51.32%	53.34%	—
碳酸锂产量（吨）	11,302.00	13,602.00	22,715.00	31,012.00	36,062.23	40,002.00	31,600.00
碳酸锂销量（吨）	11,314.50	13,602.00	19,285.00	30,171.00	37,599.23	41,552.00	31,500.00
碳酸锂收入/亿元	5.02	3.83	18.14	114.58	63.61	30.75	—
碳酸锂毛利/亿元	1.35	0.48	12.71	105.36	46.08	15.58	—
毛利率	26.85%	12.47%	70.03%	91.96%	72.45%	50.68%	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

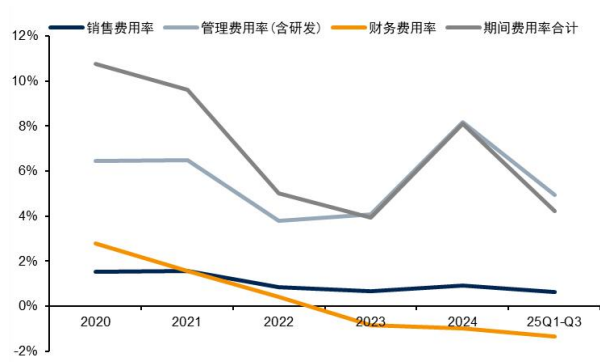
财务数据方面：①截止至三季度末，公司资产负债率为 32.17%；在手货币资金约 213.63 亿元，同比+41.50%；在手存货约 11.45 亿元，同比-15.81%；公司现金流宽裕。②期间费用方面，公司今年前三季度销售费用约 7090 万元，同比+4.56%；管理费用约 5.01 亿元，同比-40.88%，主要原因是费用控制及上年同期计提退休养老管理计划资金所致；研发费用约 4626 万元，同比-66.82%；财务费用约-1.49 亿元，同比-36.34%。③三季度，公司实控人中国五矿启动股份增持计划，通过集合竞价与大宗交易方式累计增持 2.48 亿股（占总股本 4.69%）；增持完成后，中国五矿及其一致行动人合计控制公司 15.87 亿股股份，占总股本比例达 29.99%。

图3：公司负债总额和资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

4万吨锂盐项目投料试车：今年9月28日，4万吨/年基础锂盐一体化项目已基本建成，关键装置吸附提锂装置试车产出合格液，纳滤反渗透系统完成膜安装及水联动，沉锂及公辅工程完成核心设备单机试车，正式进入投料试车阶段并产出合格的电池级碳酸锂产品。4万吨/年基础锂盐一体化项目自2022年规划以来，公司秉持着高效利用资源、精细管理项目的原则，通过一系列创新举措实现了项目总投资的显著优化；项目投产后将进一步提升公司锂盐产能规模，增强公司锂盐产品市场竞争力、盈利能力和抗风险能力。

图5：公司4万吨/年基础锂盐一体化项目建设俯瞰图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营收分别为 169.93/186.62/201.49 (原预测 157.82/169.33/181.90) 亿元，同比增速 12.3%/9.8%/8.0%；归母净利润分别为 67.81/74.51/81.04 (原预测 53.52/58.00/63.25) 亿元，同比增速 45.4%/9.9%/8.8%；摊薄 EPS 为 1.28/1.41/1.53 元，当前股价对应 PE 为 20/18/16X。考虑到公司依托于察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能将有望实现快速扩张，有望保持较强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	17759	15624	19089	24679	31104	营业收入	21579	15134	16993	18662	20149
应收款项	6934	4641	5210	5722	6178	营业成本	9484	7286	6958	7558	8038
存货净额	1233	984	897	971	1035	营业税金及附加	1239	1269	1105	1213	1310
其他流动资产	825	6508	7307	8025	8664	销售费用	144	140	102	112	121
流动资产合计	30372	27761	32509	39403	46987	管理费用	752	1045	800	875	942
固定资产	9114	10486	10525	10434	10272	研发费用	131	189	68	75	81
无形资产及其他	916	892	857	821	785	财务费用	(182)	(148)	(204)	(224)	(242)
投资性房地产	5884	6262	6262	6262	6262	投资收益	80	301	225	225	225
长期股权投资	121	381	381	381	381	资产减值及公允价值变动	127	126	(30)	(30)	(30)
资产总计	46407	45783	50533	57301	64686	其他收入	(62)	(61)	18	11	5
短期借款及交易性金融负债	4519	225	300	300	300	营业利润	10285	5907	8445	9333	10180
应付款项	2278	1857	1693	1833	1953	营业外净收支	362	(150)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	2596	1705	1526	2606	3821	利润总额	10647	5757	8435	9323	10170
流动负债合计	9392	3787	3519	4739	6074	所得税费用	1281	843	1265	1399	1525
长期借款及应付债券	128	209	209	209	209	少数股东损益	1452	251	389	474	540
其他长期负债	2196	2193	2193	2193	2193	归属于母公司净利润	7914	4663	6781	7451	8104
长期负债合计	2325	2402	2402	2402	2402	现金流量表（百万元）					
负债合计	11717	6189	5921	7141	8475	净利润	7914	4663	6781	7451	8104
少数股东权益	2784	3019	3291	3623	4002	资产减值准备	(40)	(51)	(9)	(0)	1
股东权益	31906	36575	41321	46537	52209	折旧摊销	764	816	976	1096	1168
负债和股东权益总计	46407	45783	50533	57301	64686	公允价值变动损失	(83)	(28)	30	30	30
关键财务与估值指标						财务费用	215	135	(204)	(224)	(242)
每股收益	1.46	0.86	1.28	1.41	1.53	营运资本变动	(567)	(4844)	(1634)	(83)	176
每股红利	0.31	0.11	0.38	0.42	0.46	其它	4118	7263	281	332	377
每股净资产	5.87	6.73	7.81	8.79	9.87	经营活动现金流	12105	7819	6425	8825	9856
ROIC	26%	12%	21%	29%	32%	资本开支	(943)	(1222)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	25%	13%	16%	16%	16%	其它投资现金流	(5697)	(5215)	0	0	0
毛利率	56%	52%	59%	60%	60%	投资活动现金流	(6640)	(6437)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	46%	34%	47%	48%	48%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	40%	53%	53%	54%	负债净变化	(1306)	81	0	0	0
收入增长	-30%	-30%	12%	10%	8%	支付股利、利息	(1703)	(601)	(2034)	(2235)	(2431)
净利润增长率	-49%	-41%	45%	10%	9%	其它融资现金流	(2590)	(4380)	75	0	0
资产负债率	31%	20%	18%	19%	19%	融资活动现金流	(5599)	(4900)	(1960)	(2235)	(2431)
股息率	1.3%	0.4%	1.5%	1.6%	1.8%	现金净变动	(134)	(3518)	3465	5590	6425
P/E	17.2	29.1	19.5	17.8	16.3	货币资金的期初余额	16109	15975	15624	19089	24679
P/B	4.3	3.7	3.2	2.8	2.5	货币资金的期末余额	15975	12457	19089	24679	31104
EV/EBITDA	13.9	23.6	15.4	14.0	13.0	企业自由现金流	9629	(493)	5138	7548	8583
						权益自由现金流	7027	(4687)	5562	7992	9155

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032